

## MURC Focus

# 戦時インフレに苦慮するロシア中銀

～金融引き締めだけでは限界

調査部 副主任研究員 土田 陽介

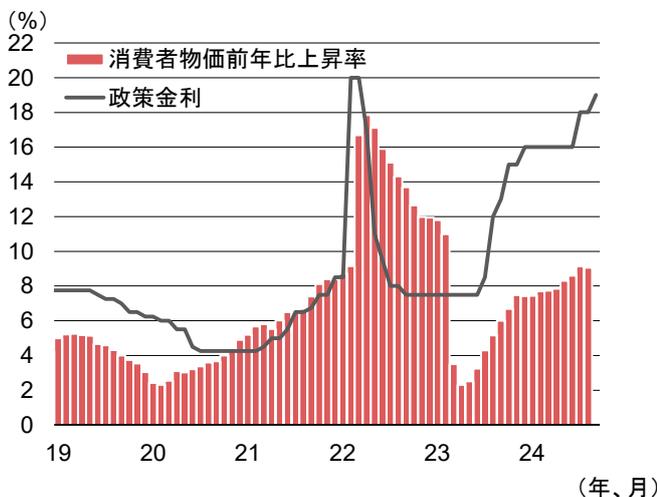
- ロシア中銀は9月13日の金融政策決定会合で、主要政策金利(キーレート)を1%ポイント引き上げ、年19%とした。堅調な個人消費や設備投資を受けて、インフレが依然として強いことがその理由である。
- ロシア中銀は一段の利上げの可能性を示唆しているが、戦争に伴い生じている需給バランスのズレを金融引き締めだけで整えることは不可能である。
- 政府や中銀が引き締め策に努めたところで、米国による「二次制裁」に伴う輸入の停滞という供給制約は解消されない。ロシアの高インフレは構造的であり、容易に改善しないと予想される。

## 1. 利上げを進めるロシア中銀

ロシア中銀は9月13日の金融政策決定会合で、主要政策金利(キーレート)を1%ポイント引き上げ、年19%とした(図表1)。利上げは7月に続いて二会合連続となった。中銀は追加利上げの理由として、インフレが依然として強いことを挙げている。事実、直近8月の消費者物価は前年比9.1%上昇と2カ月連続で同じ伸び率となっており、高インフレが続いている。

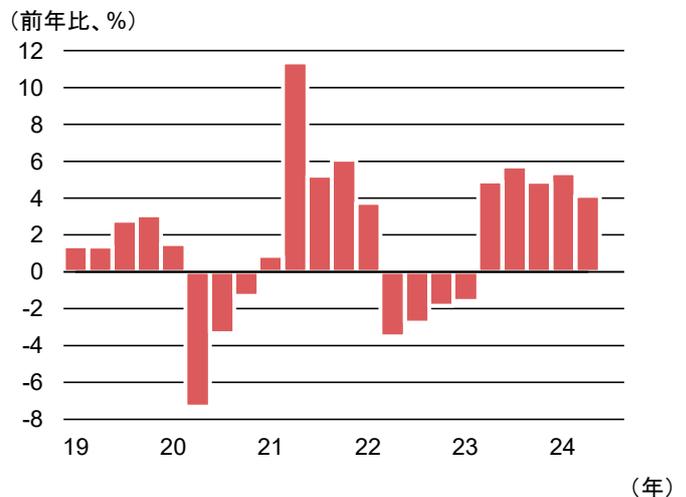
また中銀は会合後の声明で、家計と企業のインフレ期待が強まっていることに懸念を示した。実際に8月26日に中銀が公表した最新の『インフレ期待と消費者センチメント調査』を確認すると、8月の家計のインフレ期待(12カ月後のインフレ期待の中央値)は12.9%と、4月以降4カ月連続で上昇している。また企業のインフレ期待(3カ月後のインフレ期待)も5月を底に上昇が続いている。

図表1. ロシアの物価上昇率と政策金利



(出所)ロシア中銀

図表2. ロシアの実質 GDP



(注)2024年4~6月期は速報値。

(出所)ロススタット

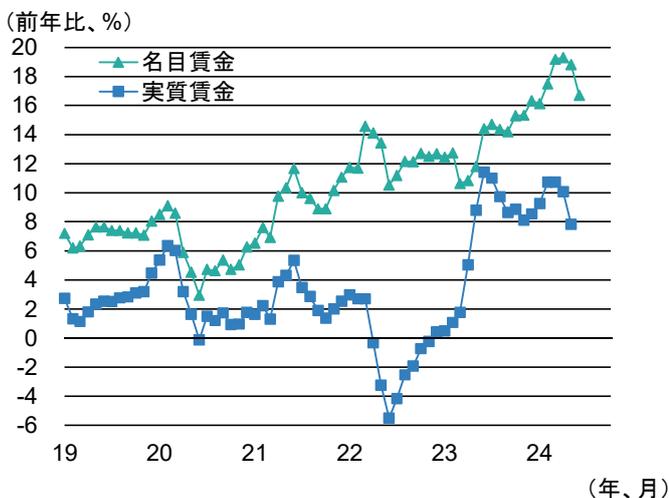
景気動向を確認すると、最新 4～6 月期のロシアの実質 GDP(国内総生産)は前年比 4.1%増と、前期(5.4%増)から伸びが鈍化した(図表 2)。中銀によると、この成長率の低下は外需の鈍化によるものであり、内需は引き続き堅調である。個人消費は家計の所得の増加を反映して着実に増えており、また設備投資も政府による支援や潤沢な内部留保に支えられて好調を維持していると、中銀は評価している。

統計的にも、ロシアの賃金が力強く増加している様子が確認できる。直近 6 月時点の名目賃金(3 カ月移動平均)は前年比 16.7%増と 2 カ月連続で増勢が減速したが、高水準を維持している(図表 3)。一方で、インフレ調整後の実質賃金も、足元まで約一年間にわたって前年比 8%前後の増加率をキープしている。こうした賃金増の動きの背景には、なによりまず、ウクライナとの戦争の長期化に伴う深刻な人手不足があると考えられる。

深刻な人手不足を反映して、ロシアの失業率は直近 7 月時点で 2.4%と、歴史的な低水準にある(図表 4)。報道でも、好調な個人消費を反映して小売店の出店が加速しており、人材を奪い合う状況になっている様子が伝えられている。加えて、ロシア政府による経済対策、具体的には最低賃金の積極的な引き上げが、賃金の増加に拍車をかけている。特に 2024 年には、最低賃金が 18.5%も引き上げられた。

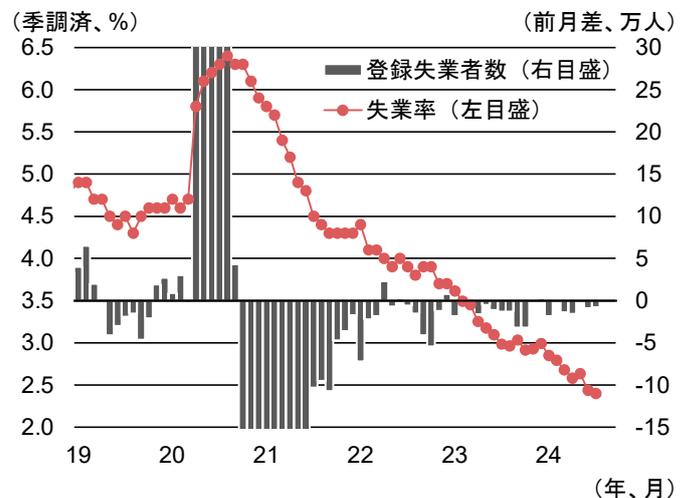
さらにロシア政府は、ウクライナとの戦争の長期化に伴って、契約軍人に対する一時金の支払いを増やすことを決めた。具体的には、8 月 1 日から 12 月 31 日までに入隊する契約軍人に対して、これまでの 2 倍となる 40 万ルーブル(約 60 万円)の一時金が支給されることになった。それに地方政府による支援もあり、モスクワではさらに 190 万ルーブルが加給されるという。こうしたことも、インフレ圧力になっていると考えられる。

図表3. ロシアの賃金



(注) 3カ月移動平均。  
 (出所) ロススタット

図表4. ロシアの失業率



(注) 3カ月移動平均。  
 (出所) ロススタット

## 2. 輸入停滞や歳出拡大もインフレ圧力に

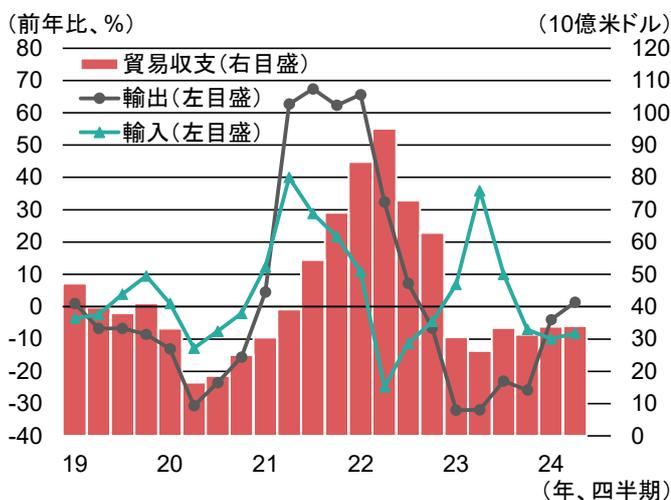
他方で、内需が堅調であるにもかかわらず、ロシアの輸入が低迷しているというパズルがある。ロシアの貿易収支(正しくは中銀が公表する『国際収支統計』における財収支)の動きを確認すると、ロシアの名目輸入は 2023 年 10~12 月期以降、3 期連続で前年割れとなっており、個人消費や総固定資本形成といった内需が堅調を維持しているという事実と非整合的である(図表 5)。

輸入の不調が米国による「二次制裁」の強化の結果であることは、ロシア中銀も認めるところである。バイデン政権は 2023 年 12 月、ロシアの軍需産業と取引を行ったと認定した金融機関を、米国の金融市場から締め出すと決定した。この決定を受けて中国やインドといったロシアの主要な貿易パートナー国の金融機関が、ロシアの事業者との決済を手控えるようになったため、ロシアの輸入が停滞しているのである。

ロシアの多くの企業は、国内で完成品を生産する際にも、第三国から原材料や半製品を輸入せざるを得ない状況に置かれている。そのためロシア経済は、輸入の停滞が総供給(国内生産+輸入)の不足につながりやすい構造となっている。加えてロシアでは、戦争の長期化で軍需品の生産が優先されているため、民生品が不足しがちとなっている。こうした供給不足もまた、高インフレ圧力の大きな理由と考えられる。

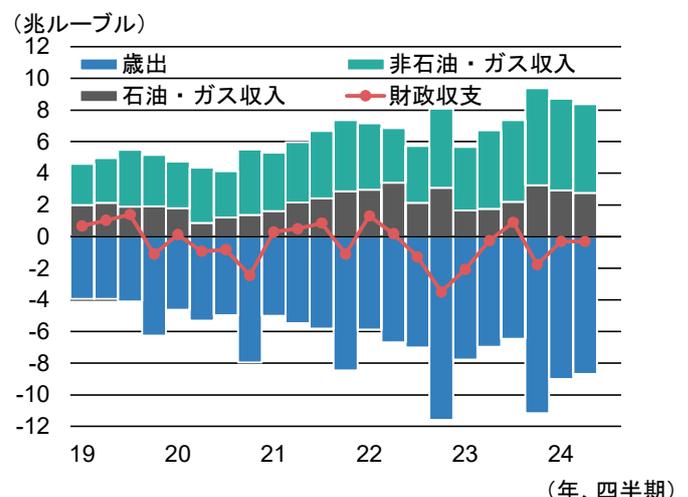
他方で、政府の歳出自体が拡大していることも高インフレ圧力の一因になっているとみられる。ロシアの連邦財政収支の動きを確認すると、収支そのものは足元でほぼ均衡しているが、歳入と歳出の規模は確実に増加している(図表 6)。特に歳出の拡大は、戦争の長期化に伴う軍事費の膨張や経済対策の結果であると考えられる。財政収支の動きは、戦争の長期化に伴いロシア政府が「大きな政府」となっていることを端的に物語っている。

図表5. ロシアの貿易収支



(注) 国際収支統計ベース。  
(出所) ロシア中銀

図表6. ロシアの連邦財政収支



(注) ロシアはウクライナとの開戦後、歳出の細目の公表を停止している。  
(出所) ロシア財務省

### 3. 戦時インフレに苦慮するロシア中銀

ロシアの今のインフレは、典型的な「戦時インフレ」であるといえよう。ロシア経済はプラス成長が続いているが、それは軍需品の増産にけん引された成長である。一方で、民生品の生産は圧迫されており、さらに輸入も停滞している。にもかかわらず、政府は経済対策を強化し、需要を刺激するため、高インフレが続くことになる。ロシア中銀は一段の利上げの可能性を示唆しているが、戦争に伴い生じている需給バランスのズレを金融引き締めだけで整えることは不可能である。

需要を抑制するためには、中銀のみならず政府が歳出を抑制する必要がある。そこで注目されるのが、2025年の予算の動向である。2023年12月に施行された2024年度の予算法(24~26年の予算計画)では、2025年の歳出計画が34兆3,828億ルーブルと、過去最大となった2024年の歳出計画(36兆6,607ルーブル)を下回っていた。ロシア政府は24年度の予算法の策定時点だと、25年を財政再建の年と定めていたわけである。

近く内閣は、2025年の予算法案(25~27年の予算計画)を議会に提出する。この予算法案でも、25年以降の歳出削減が盛り込まれるとともに、それに従って政府が実際に歳出削減に努めるなら、インフレ圧力は需要面から弱まることになるだろう。しかし戦争の動向次第では歳出削減が計画通りに進まず、むしろ25年の歳出が24年を上回る可能性も、十分に意識されるところである。

それに、政府や中銀が引き締め策に努めたところで、輸入の停滞という供給制約は解消されない。ロシアは第三国とこの問題への対応を進めている模様だが、抜本的な解決策はまずない。いずれにせよ、ロシアの高インフレは構造的であり、容易に改善しないと予想される。

なお一部報道では、ロシアの景気が堅調であると伝えられている。ただしこれは、戦争特需の恩恵を強く受けた人びとや、物流網がしっかりしている大都市部に限定された動きだと考えられる。物流網が整備されていない地方部では、徴兵による人手不足もあり、経済の疲弊が先んじて深刻化していると推察される。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。